

2017年05月23日

广生堂 (300436.SZ)

重磅品种替诺福韦酯获批，年内有望贡献利润公司或迎来业绩拐点

事件：

5月22日，CFDA网站更新了广生堂富马酸替诺福韦二吡啶酯胶囊的审批状态，药品获得批准文号H20170005，意味着治疗乙肝适应症替诺福韦国内首仿药获批。

点评：

■替诺福韦酯为新型抗乙肝病毒的一线用药，未来替代空间大。替诺福韦是由吉利德开发的口服核苷类抗病毒药物，2001年在美国上市用于治疗艾滋病，2008年FDA批准了治疗乙肝适应症，2016年销售额高达11.86亿美元。目前，替诺福韦酯与恩替卡韦同为抗乙肝病毒的一线用药，但前者耐药突变率更低并且可作为耐药乙肝患者后续治疗的首选用药，孕妇患者也可以安全使用，临床适用范围更为广泛。因此，我们认为国产替诺福韦酯上市后有望凭借上述的临床优势替代老产品如拉米夫定、阿德福韦酯甚至恩替卡韦的市场份额，未来潜在空间巨大。

■多重有利因素叠加，替诺福韦酯后续放量有望加快。原研药韦瑞德早在2008年国内上市用于治疗艾滋病，随后2013年12月份获批了乙肝适应症当并未快速放量，2015年销售额仅1亿元左右，主要原因是月治疗费用高达1500元/月较为昂贵且并不在医保范围内，对于需要长期服药的患者而言难以承受。但2016年5月20日卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，替诺福韦酯降幅达54%，月治疗费用从之前的1500元降至490元，与正大天晴的润众（国内恩替卡韦首仿药）接近甚至比施贵宝博路定（恩替卡韦原研药）的费用低40%左右，在大幅降价的基础之上今年2月份又被纳入新版医保目录，大大增强了药品的可及性和可负担性，为公司产品上市后的快速放量提供了有利支撑。

■直销比例持续提升，销售渠道不断完善。公司为了应对两票制以及提升终端掌控力不断提高直销比例，一季度直销比例提升至58.43%。另外，公司年初与国药控股签订战略合作协议，实现产品与渠道资源的双重融合，提升公司产品的终端覆盖能力，为后续替诺福韦上市快速放量提供支持。

■投资建议：我们预计公司2017年-2019年的净利润分别为0.91亿元、1.48亿元、2.02亿元，对应当前股价的PE分别为69/43/31倍。考虑到公司是国内乙肝用药的领先企业，恩替卡韦保持稳定增长，重磅首仿药替诺福韦酯有望年内上市带来较大业绩弹性，且外延预期强

公司快报

证券研究报告

化学原料药

投资评级 买入-A

首次评级

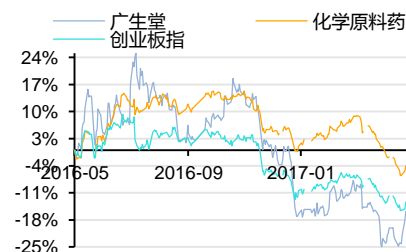
6个月目标价：55元

股价(2017-05-23) 44.60元

交易数据

总市值(百万元)	6,327.66
流通市值(百万元)	2,497.60
总股本(百万股)	141.88
流通股本(百万股)	56.00
12个月价格区间	41.98/70.23元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.26	0.88	0.17
绝对收益	3.49	-5.99	-13.25

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

孔令岩

报告联系人

kongly@essence.com.cn

相关报告

烈，市值小具备成长空间，给予买入-A 评级。

■风险提示：新产品上市进度不达预期；招标降价压力持续

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	308.9	312.9	407.6	573.2	777.1
净利润	103.5	66.4	91.1	147.8	201.6
每股收益(元)	0.73	0.47	0.64	1.04	1.42
每股净资产(元)	3.66	3.89	4.77	5.41	6.26

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	61.1	95.3	69.4	42.8	31.4
市净率(倍)	12.2	11.5	9.3	8.2	7.1
净利润率	33.5%	21.2%	22.4%	25.8%	25.9%
净资产收益率	19.9%	12.0%	13.5%	19.3%	22.7%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.4%	0.9%	1.3%
ROIC	119.1%	43.9%	94.6%	98.9%	237.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	308.9	312.9	407.6	573.2	777.1	成长性					
减:营业成本	37.6	40.8	51.5	67.8	90.1	营业收入增长率	21.4%	1.3%	30.3%	40.6%	35.6%
营业税费	4.5	5.7	6.9	9.7	12.8	营业利润增长率	20.8%	-38.8%	39.2%	64.8%	37.9%
销售费用	108.0	110.9	144.7	202.9	274.3	净利润增长率	23.5%	-35.8%	37.2%	62.1%	36.4%
管理费用	49.4	91.4	118.2	147.9	198.2	EBITDA 增长率	16.0%	-39.0%	35.6%	61.9%	36.7%
财务费用	-6.0	-10.3	-12.1	-15.3	-18.7	EBIT 增长率	15.5%	-45.0%	43.1%	70.2%	39.5%
资产减值损失	1.2	1.0	1.0	1.1	1.0	NOPLAT 增长率	15.8%	-42.5%	42.7%	70.5%	39.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	56.0%	-33.8%	63.2%	-41.8%	-17.1%
投资和汇兑收益	-0.1	-3.5	-0.1	1.1	1.5	净资产增长率	231.0%	6.4%	22.6%	13.4%	15.7%
营业利润	114.1	69.8	97.2	160.2	220.9	利润率					
加:营业外净收支	7.3	4.7	5.3	5.7	5.2	毛利率	87.8%	87.0%	87.4%	88.2%	88.4%
利润总额	121.4	74.5	102.5	165.9	226.1	营业利润率	36.9%	22.3%	23.9%	28.0%	28.4%
减:所得税	17.9	8.1	11.4	18.2	24.5	净利润率	33.5%	21.2%	22.4%	25.8%	25.9%
净利润	103.5	66.4	91.1	147.8	201.6	EBITDA/营业收入	37.8%	22.8%	23.7%	27.3%	27.5%
						EBIT/营业收入	35.0%	19.0%	20.9%	25.3%	26.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	101	126	96	62	41
						流动资产周转天数	-20	-60	-49	-29	-32
						流动资本周转天数	321	518	461	416	378
						应收账款周转天数	9	17	11	13	14
						存货周转天数	13	18	15	14	15
						总资产周转天数	481	749	652	536	464
						投资资本周转天数	115	115	93	65	32
						投资回报率					
						ROE	19.9%	12.0%	13.5%	19.3%	22.7%
						ROA	17.2%	9.5%	11.8%	15.9%	18.8%
						ROIC	119.1%	43.9%	94.6%	98.9%	237.2%
						费用率					
						销售费用率	34.9%	35.4%	35.5%	35.4%	35.3%
						管理费用率	16.0%	29.2%	29.0%	25.8%	25.5%
						财务费用率	-1.9%	-3.3%	-3.0%	-2.7%	-2.4%
						三费/营业收入	49.0%	61.3%	61.5%	58.5%	58.4%
						偿债能力					
						资产负债率	13.6%	21.2%	12.6%	17.5%	17.2%
						负债权益比	15.7%	26.8%	14.5%	21.3%	20.7%
						流动比率	6.77	3.48	7.09	5.05	5.29
						速动比率	6.57	3.35	6.89	4.85	5.09
						利息保障倍数	-17.98	-5.75	-7.04	-9.47	-10.82
						分红指标					
						DPS(元)	0.25	0.25	0.19	0.40	0.57
						分红比率	33.8%	53.4%	29.1%	38.8%	40.4%
						股息收益率	0.6%	0.6%	0.4%	0.9%	1.3%

现金流量表

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	103.5	66.4	91.1	147.8	201.6	EPS(元)	0.73	0.47	0.64	1.04	1.42
加:折旧和摊销	9.0	12.3	11.4	11.4	11.4	BVPS(元)	3.66	3.89	4.77	5.41	6.26
资产减值准备	1.2	1.0	-	-	-	PE(X)	61.1	95.3	69.4	42.8	31.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.2	11.5	9.3	8.2	7.1
财务费用	-	-	-12.1	-15.3	-18.7	P/FCF	105.2	59.1	156.0	31.3	29.5
投资损失	0.1	3.5	0.1	-1.1	-1.5	P/S	20.5	20.2	15.5	11.0	8.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	96.7	101.1	59.9	36.1	25.8
营运资金的变动	-23.6	-46.6	-25.9	37.0	-6.1	CAGR(%)	12.6%	44.8%	2.9%	12.6%	44.8%
经营活动产生现金流量	111.6	73.8	64.6	179.7	186.7	PEG	4.8	2.1	24.3	3.4	0.7
投资活动产生现金流量	-336.9	152.7	0.1	1.1	1.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	262.7	24.9	45.5	-42.0	-62.8	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034